



Potensi dan Prospek Pelbagaian Serantau Kes Rantau ASEAN

**Ismail Ibrahim
Kamaruddin Sharif**

ABSTRAK

Kajian ini cuba mengenalpasti sama ada terdapat asas untuk pelbagaian antarabangsa di kalangan pasaran saham rantau ASEAN. Untuk menikmati faedah pelbagaian serantau hubungan di antara pasaran-pasaran ini, yang diukur melalui koefisien korelasi mestilah tidak bersifat positif sempurna dan agak stabil mengikut masa. Sungguhpun koefisien korelasi antara pasaran-pasaran ini menunjukkan terdapat asas untuk mencapai faedah pelbagaian, namun hubungannya tidaklah stabil yang memberi implikasi bahawa pergerakan harga masa depan pasaran-pasaran ini tidak mungkin dapat diramalkan.

ABSTRACT

This study tries to identify if there is any basis to achieve the gains of international diversification among the stock markets in ASEAN region. To achieve the benefit of international diversification, the relationship among these markets which is measured by the correlation coefficient must be less than perfectly positively correlated with each other and it must be stable over time. Although the correlation coefficients of these markets shows that the regional diversification is beneficial, the interrelationship is not stable which means that the future price movements of these markets could not be predicted.

PENGENALAN

Kebanyakan pelabur institusi di Malaysia masih terlalu bergantung kepada pasaran nasional untuk pelaburan mereka. Sungguhpun prestasi yang ditunjukkan agak memberansangkan namun mereka tidak dapat menikmati manfaat pelbagaian antarabangsa. Dengan mempelbagaikan pelaburan di pasaran modal serantau misalnya, pelabur institusi di Malaysia akan dapat mengurangkan pendedahan risiko pelaburan mereka.

Memang benar pasaran modal rantau ASEAN masih lagi di peringkat awal perkembangannya. Namun potensi keuntungan yang boleh ditawarkan oleh pasaran-pasaran ini bagi tujuan mencapai objektif pelbagaian adalah besar.

Melalui pelbagaian serantau lebih banyak kombinasi alternatif risiko dan pulangan dapat dipertimbangkan dalam pembentukan portfolio pelaburan jika dibandingkan dengan hanya melabur dalam pasaran di peringkat nasional.

Kajian ini cuba menentukan sama ada pelabur mempunyai asas untuk mempelbagaikan pelaburan di pasaran modal serantau (ASEAN) yang meliputi Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina. Indonesia tidak dimasukkan dalam kajian ini kerana data bagi tempoh awal kajian ini tidak boleh diperolehi. Tetapi kajian ini memasukkan Australia dan New Zealand kerana kedua-dua negara ini dianggap sebagai sebahagian daripada rantau ini, walaupun mereka tidak menjadi anggota ASEAN. Kajian ini cuba menentukan sama ada terdapat hubungan yang signifikan dan stabil di antara pulangan satu pasaran dengan pulangan pasaran lain di rantau ASEAN.

KAJIAN LEPAS

Satu proposisi yang telah mantap dan diterima umum dalam teori portfolio ialah apabila terdapat ketidaksempurnaan korelasi antara pulangan bagi sekuriti yang berbeza maka risiko dapat dikurangkan. Teori ini telah juga diterapkan dalam pelbagaian antarabangsa. Justru itu untuk menikmati faedah pelbagaian antarabangsa (dalam konteks ini serantau), maka tidak boleh wujud hubungan sempurna antara prestasi pulangan pasaran berkaitan. Selagi terdapat korelasi kurang daripada sempurna positif, maka pelbagaian adalah digalakkan (Markowitz 1959; Grubel 1968; Levy & Sarnat 1970; Solnik 1974).

Faktor penting dalam pelbagaian ialah korelasi yang rendah antara pulangan. Semakin rendah korelasi ini semakin besar faedah pelbagaian portfolio. Korelasi rendah boleh juga dijangkakan bagi pelbagaian antarabangsa. Lessard (1973) telah menunjukkan bahawa koefisien penentuan adalah berkait secara songsang dengan kemahuan melabur disatu-satu negara itu. Negara yang mempunyai koefisien penentuan yang rendah adalah paling baik untuk tujuan memperolehi faedah pelbagaian antarabangsa. Eun dan Resnick (1988) yang menggunakan pulangan mingguan dalam kajian mereka tentang pelbagaian tujuh negara penting dunia mendapati bahawa terdapat asas untuk mendapat faedah pelbagaian antarabangsa kerana korelasi antara pasaran sekuriti ini kurang daripada 1.

Cohen dan Pringle (1973) merumuskan bahawa korelasi antara negara yang rendah bukan berlaku kerana kebetulan atau secara rambang tetapi disebabkan oleh faktor, struktur dan pengalaman ekonomi yang berbeza antara negara, yang pula mengakibatkan negara mengalami tahap kitaran ekonomi yang berbeza. Keadaan ini menjadi sebab untuk berlakunya korelasi yang rendah bagi pulangan terjangka antara pelaburan di negara-negara yang berlainan. Ini bermakna pelaburan luar menawarkan faedah pelbagaian yang tidak diperolehi dengan melabur dalam pasaran nasional.

Dalam membuat kajian pelbagaian antarabangsa kebanyakan pengkaji menyarankan bahawa untuk mendapatkan faedah pelbagaian antara bangsa tidak mencukupi dengan hanya melihat korelasi yang wujud antara pasaran-pasaran ini. Korelasi hanya merupakan satu syarat penting tetapi tidak mencukupi untuk mencapai objektif pelbagaian antara bangsa. Mengikut mereka pelabur mesti boleh meramalkan hubungan masa depan pergerakan harga antara dua atau lebih pasaran nasional yang berbeza. Syarat ini hanya dipenuhi sekiranya hubungan adalah stabil. Dengan cara ini, mengikut mereka, portfolio terpelbagai boleh dipilih dengan hanya berdasarkan prestasi lepas.

Makridakis dan Wheelright (1974) yang mengkaji pergerakan harga 14 pasaran modal mendapati bahawa sungguhpun korelasi pulangan antara negara ini agak rendah, tetapi korelasi antara pasaran ini tidak stabil secara umumnya. Watson (1980) merumuskan bahawa korelasi antara negara tidak banyak berubah mengikut masa.

Farragher dan Hui (1985) yang mengkaji korelasi antara indeks pasaran saham New York dengan indeks pasaran 6 negara Asia Pacific mendapati bahawa korelasi antara indeks ini agak stabil. Tetapi kajian yang dibuat oleh Hui dan Kwan (1988) kemudiannya merumuskan bahawa korelasi antara negara-negara ini agak tidak stabil.

Kebanyakan kajian lepas yang mengesan hubungan antara beberapa pasaran saham dunia telah mengambilkira kesan pengaruh pertukaran asing ke atas pulangan di negara berkenaan (Grubel & Fadner 1971, Watson 1978; Maldonado & Saunders 1981). Grubel dan Fadner (1971) misalnya menunjukkan bahawa kesan pertukaran asing ke atas kestabilan nilai aset asing adalah tidak tetap. Mereka juga mendapati dalam kajian mereka bahawa sisihan piawai pulangan daripada pemegangan aset luar sama ada dilaraskan dengan pertukaran asing ataupun tidak adalah tidak berbeza secara statistik. Begitu juga halnya dengan keputusan tentang korelasi pulangan ekuiti antara pasaran US dengan negara luar juga tidak berbeza. Oleh kerana keputusan-keputusan kajian ini menunjukkan bahawa pelarasan dengan pertukaran asing tidak memberikan keputusan yang berlainan, maka pengkaji telah membuat kesimpulan bahawa pelarasan dengan tukaran asing adalah tidak perlu. Tambahan pula Othman Yong (1992), dalam kajiannya tentang kesan pasaran saham New York dan Tokyo ke atas beberapa pasaran saham rantau Pasifik menyatakan bahawa pelarasan dengan tukaran asing tidak memadai kerana terdapat faktor-faktor lain yang sama pentingnya dalam menentukan pulangan yang diperolehi oleh pelabur.

METHODOLOGI

Kajian ini menggunakan data Indeks bulanan bagi tempoh antara 1/87 - 11/92. Indeks yang dipilih adalah indeks yang dianggap mewakili pasaran yang

terlibat termasuklah KLSE Composite, Manila Composite, Bangkok SET Composite, SES All-Share, Australia All-Ordinaries, dan NZ-40 Capital yang masing-masing merujuk kepada pasaran Kuala Lumpur, Manila, Bangkok, Singapura, Australia dan New Zealand. Indeks ditukar kepada perubahan relatif sebelum ia diregreskan. Teknik regresi yang digunakan untuk mendapat koefisien korelasi adalah mengikut bentuk

$$r_{1,t} = a + br_{2,t} + e$$

di mana $r_{1,t}$ adalah perubahan relatif pasaran 1 di tempoh t , dan $r_{2,t}$ adalah perubahan relatif pasaran 2 di tempoh t . Perubahan relatif diperolehi mengikut rumus

$$r_t = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

di mana I_t adalah indeks pasaran ditempo t dan I_{t-1} adalah indeks ditempo $t-1$.

Hipotesis nol yang mengatakan bahawa koefisien korelasi antara pulangan pasaran 1 dengan pulangan pasaran 2 adalah kosong, akan diterima sekiranya nilai koefisien korelasi yang dikira adalah di antara campur tolak nilai t pada paras keyakinan tertentu dengan darjah keyakinan $N-2$.

Untuk menentukan kestabilan koefisien korelasi antara tempoh, kajian dibahagikan kepada dua peringkat iaitu antara 1/87 hingga 12/89 dan 1/90 hingga 11/92. Koefisien korelasi kedua-dua tempoh ini diuji akan kesamaannya. Hipotesis nol yang mengatakan bahawa koefisien korelasi antara tempoh adalah sama diuji dengan menggunakan statistik-Z dalam bentuk

$$Z_{ij} = [X_{ij}(1) - X_{ij}(2)] / \{ [1/(n_1-3) + 1/(n_2-3)] \}$$

di mana

$$x_{ij}(k) = \ln \{ [1+r_{ij}(k)] / [1-r_{ij}(k)] \}^{1/2}$$

adalah merupakan koefisien korelasi transformasi Fisher di sub tempoh k ,

$r_{ij}(k)$ adalah koefisien korelasi antara pasaran i dan j bagi sub tempoh k , dan N_k adalah bilangan pengamatan.

KEPUTUSAN

Jadual 1 menunjukkan koefisien korelasi antara pulangan pasaran saham yang menjadi kajian ini. Kesemua koefisien korelasi kurang daripada +1. Ini menunjukkan bahawa tidak wujud hubungan sempurna yang positif antara pasaran saham rantau ASEAN. Bagaimanapun hubungan ini adalah signifikan secara statistik pada paras 5 peratus kecuali korelasi antara Singapura dengan Australia, Manila dengan Bangkok. Ini memberi makna bahawa pergerakan harga pasaran rantau ASEAN adalah mempunyai hubungan yang signifikan antara satu sama lain.

Sebagai pengesahan keputusan di atas, kajian ini telah membahagikan tempoh kajian kepada dua peringkat. Secara keseluruhannya keputusan yang diperolehi tidak berbeza daripada keputusan seluruh tempoh. Kecuali hubungan negatif antara pasaran Manila dengan Bangkok di sub tempoh pertama, kesemua koefisien korelasi antara pasaran-pasaran terlibat kurang daripada positif sempurna seperti ditunjukkan di Jadual 2 dan 3.

JADUAL 1. Koefisien korelasi bagi indeks pasaran saham rantau ASEAN bagi tempoh antara 1/87 - 11/1992

	KLSE	SES	MCI	AAO	NZ	BSET
KLSE	1.000	.5546*	.4010*	.3527*	.3635*	.6084*
SES		1.0000	.3639*	.2161	.2888*	.2691*
MCI			1.0000	.2604*	.3408*	.2159
AAD				1.0000	.5889*	.3165*
NZ					1.0000	.3557*
BSET						1.0000

Nota: * Signifikan pada paras 5 peratus.

JADUAL 2. Koefisien korelasi bagi indeks pasaran saham rantau ASEAN bagi sub tempoh 1 antara 1/87 - 12/89

	KLSE	SES	MCI	AAO	NZ	BSET
KLSE	1.000	.9515*	.3036*	.3669*	.4347*	.5457*
SES		1.0000	.3182*	.4584*	.5510*	.5982*
MCI			1.0000	.2493*	.3757*	-.0035
AAD				1.0000	.6423*	.4037*
NZ					1.0000	.5300*
BSET						1.0000

Nota: * Signifikan pada paras 5 peratus.

JADUAL 3. Koefisien korelasi bagi indeks pasaran saham rantau ASEAN bagi sub tempoh Z antara 1/90 -11/92

	KLSE	SES	MCI	AAO	NZ	BSET
KLSE	1.000	4624*	.5644*	.3692*	.2646*	.6999*
SES		1.0000	4663*	.1532	.2023	.1661
MCI			1.0000	.3954*	.2941*	4620*
AAO				1.0000	.6669*	.2164
NZ					1.0000	.2017
BSET						1.0000

Nota: *Signifikan pada paras 5 peratus.

Dari segi kestabilan korelasi antara dua sub tempoh, kajian ini telah menggunakan statistik-Z. Keputusannya ditunjukkan di Jadual 4. Pada keseluruhannya koefisien korelasi berubah dengna agak signifikan mengikut masa, melainkan korelasi antara pasran Kuala Lumpur dengan Australia, Manila dengan Australia dan Australian dengan New Zealand. Keputusan ini menunjukkan bahawa walaupun wujud korelasi antara pasaran rantau ASEAN, korelasinya agak tidak stabil mengikut masa.

JADUAL 4. Statistik Z-dikira bagi perbezaan signifikan bagi koefisien korelasi bagi indeks pasaran saham rantau ASEAN antara tempoh

KLSE WITH SES	21.55*
KLSE WITH MCI	-5.21*
KLSE WITH AAO	- .04
KLSE WITH NZ	3.11*
KLSE WITH BSET	-4.08*
SES WITH MCI	-2.81*
SES WITH AAO	5.45*
SES WITH NZ	6.63*
SES WITH BSET	8.36*
MCI WITH AAO	-2.62*
MCI WITH NZ	1.47
MCI WITH BSET	-8.05*
AAO WITH NZ	- .98
AAO WITH BSET	3.33*
NZ WITH BSET	6.17*

Nota: * Signifikan pada paras 5 peratus.

RUMUSAN DAN IMPLIKASI

Terdapat dua keputusan penting yang boleh diperolehi daripada kajian ini. Pertama tidak wujud hubungan sempurna antara pasaran saham rantau ASEAN. Kedua hubungan antara pasaran-pasaran ini tidak stabil. Keputusan ini memberikan beberapa implikasi dari segi pelbagaian portfolio serantau. Seperti yang telah dinyatakan terdahulu, syarat penting untuk mendapat faedah pelbagaian serantau adalah tidak boleh wujud hubungan sempurna antara pergerakan harga pasaran-pasaran terlibat. Kajian ini telah menunjukkan bahawa korelasi antara pasaran-pasaran ini kurang daripada +1. Dengan demikian syarat penting untuk tujuan pelbagaian telah tercapai. Pelabur-pelabur di rantau ASEAN boleh mempelbagaikan portfolio di antara pasaran rantau ASEAN bagi tujuan mengurangkan risiko.

Namun begitu pelabur mesti waspada terhadap implikasi ini sebab untuk membolehkan pelabur meramalkan pergerakan harga mada depan mesti wujud hubungan yang stabil antara pasaran-pasaran ini. Kajian ini telah menunjukkan koralsi antara tmepoh tidak stabil. Ini memberi makna tidak mungkin bagi pelabur dapat meramalkan hubungan ini pada masa depan.

RUJUKAN

- Cohen, R.A. & Priangle, J.J. 1973 (Mac). Imperfection in international financial markets: Implication for risk premia and cost of capital to firms. *Journal of Finance*, 59-66.
- Eun, C.S. & Resnik, B.G. 1988 (Mac). Exchange rate uncertainty, forward contracts and international portfolio selection. *Journal of Finance*, 197-215.
- Evans, J.L. & Archer, S.H. 1968 (Disember). Diversification and the reduction of diperson: Empirical analysis. *Journal of Finance*.
- Farragher, E.J. & Hui, T.K. 1985 (Okt). Co-movements among U.S. and Asia Pacific equity rate of returns. Satu kertas yang dibentangkan the Academy of International Business Annual Conference New York.
- Grubel, H.G., 1966 (Disember). Internationally diversified portfolio: Welfare gains and capital flows. *American Economic Review* 58: 1299-1314.
- Grubel, H. & Fadner, K. 1971. The interdependence of international equity market. *Journal of Finance* 26: 89-94.
- Hui, T.K. & Kwan, K.C. 1988 (Jun 23-25). International portfolio diversification among U.S. and Asia Pacific markets. Prosiding of the Academy of International Business Southeast Asia Regional Conference, Bangkok, C220-C238.
- Lessad, D.R. 1976 (Jan-Feb). World, country and industry relationships in equity returns: Implications for risk reduction throught international diversification. *Financial Analyst Journal*, 2-8.
- Levy, H. & Sarnat, M. 1970 (September). International diversification of investment portfolios. *American Economic Review* 60: 668-75.
- Makridakis, S.G. & Wheelwright, S.C. 1974 (Summer). An analysis of the international diversification among the major world stock exchanges. *Economic Journal* 1(2).

- Markowitz, H. 1959. *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. New York: John Wiley & Sons.
- Moldonado, R., & Sounders, A. 1981. International portfolio diversification and the inter-temporal stability of international stock market relationships 1957-78. *Financial Management*, 54-63.
- Othman Yong 1987/88. A study of the performance of the Malaysian Stock Market in relation to selected stock markets in the far east and New York. *Journal Pengurusan*, 6 & 7: 35-43.
- Othman Yong 1992 (Julai). Inter-relationship between Malaysia and selected Pacific-Basin stock markets: Parametric versus non-parametric approach revisited. Kertas yang dibentangkan di the Fourth Annual Pacific-Basin Finance Conference, Hong Kong.
- Solnik B.H., 1974 (Julai-Ogos). Why not diversify internationally. *Financial Analyst Journal*, 48-54.
- Watson, J. 1978. A study of possible gains from international investment. *Journal of Business Finance and Accounting* 5 (2): 195-20.
- Watson, J. 1980. The stationarity of inter-country correlation coefficients: A note. *Journal of Business Finance and Accounting* 7(2): 297-9

Jabatan Kewangan
Fakulti Pengurusan Perniagaan
Universiti Kebangsaan Malaysia
43600 UKM Bangi
Selangor Darul Ehsan